

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Aktuální vývoj inflace

ČR ČNB zvýšila základní repo sazbu na 3,75 %

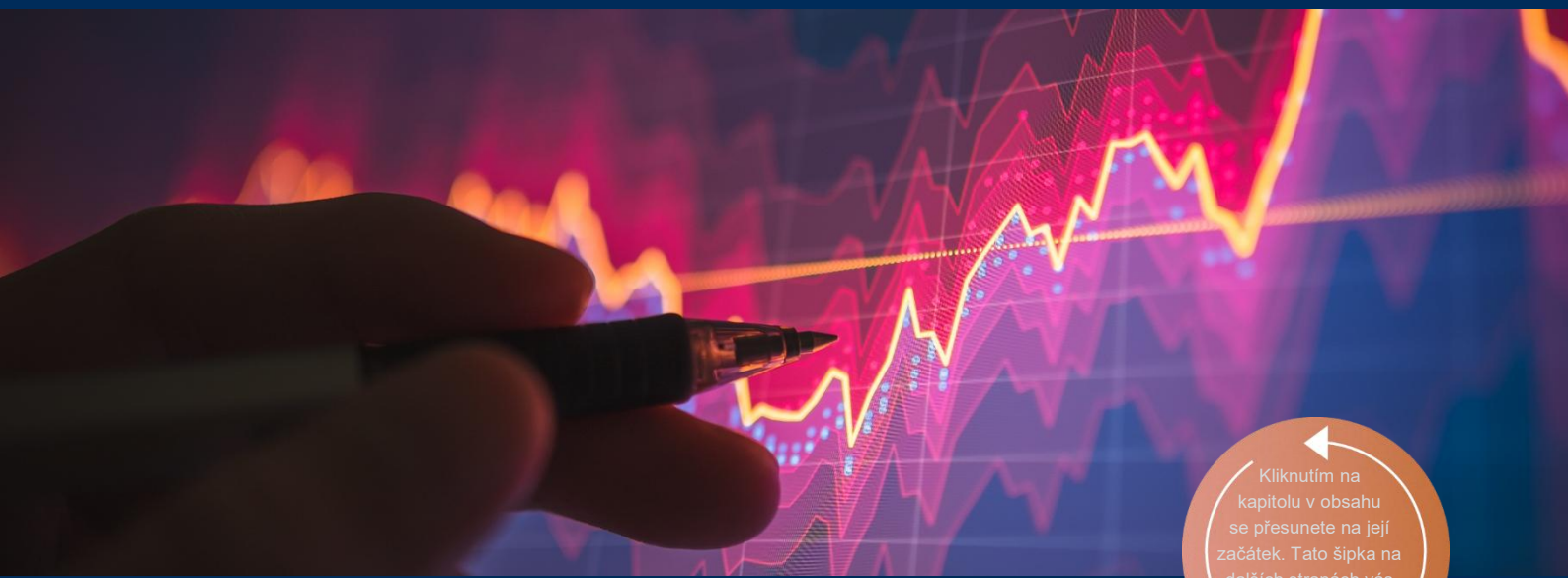
EMU ECB po roce stability zvýšila depozitní sazbu na 2,25 %

USA Pokles cen benzínu otevírá prostor pro zpomalení inflace

www.ppfbanka.cz

červenec 2026

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



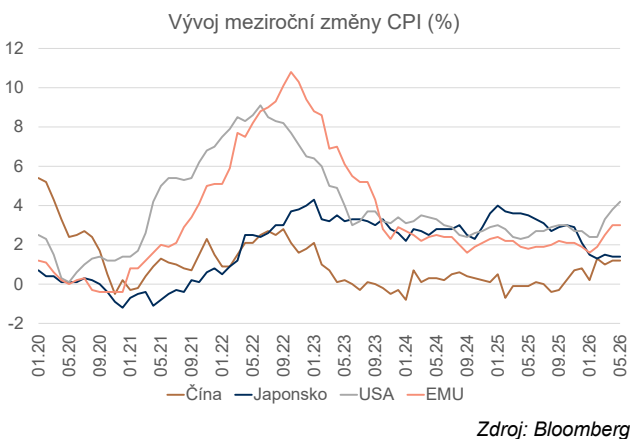
Kliknutím na kapitolu v obsahu se přesunete na její začátek. Tato šipka na dalších stranách vás vrátí zpět na obsah.

Inflaci se věnujeme v tématech měsíce pravidelně, naposledy to bylo v létě minulého roku. Vývoj cen od té doby změnilo především vypuknutí konfliktu na Středním východě a následný růst cen ropy a zemního plynu. Není to však jediný faktor, který způsobuje vyšší inflaci. Především v USA působí proinflačně investiční boom v oblasti AI (související růst cen polovodičů má i globální dopady). Hrozí také růst cen potravin kvůli nedostatku hnojiv a nepříznivým dopadům klimatického jevu El Niño.

Aktuální vývoj inflace

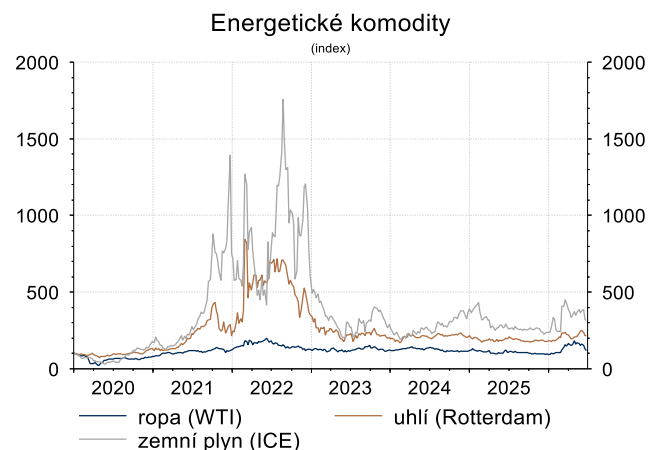
„Navíc existují i rizika dalších inflačních šoků v případě výraznějších geopolitických komplikací.“ Touto větou končilo poslední téma měsíce věnující se inflaci (září 2025). Tato rizika se plně realizovala, protože faktorem, který nejvíce ovlivnil vývoj inflace v letošním roce, byla právě geopolitika, konkrétně vypuknutí otevřené války mezi USA a Izraelem na jedné straně a Íránem na straně druhé. Válka vedla k uzavření Hormuzského průlivu, a tedy vážnému narušení dopravy ropy, plynu, ale i dalších důležitých surovin a produktů z oblasti Perského zálivu, a následně prudkému růstu cen ropy a plynu, tedy klasickému šoku na nabídkové straně. Tento šok však bude podstatně menší a krátkodobější, než byl šok postpandemický. Protože jde tentokrát na rozdíl od postpandemického šoku o čistě nabídkový šok, budou jeho dopady viditelné především v přechodném růstu celkové inflace, sekundární efekty, a tedy dopady na jádrovou inflaci, by měly být omezené.

Inflační dopady růstu cen ropy a plynu



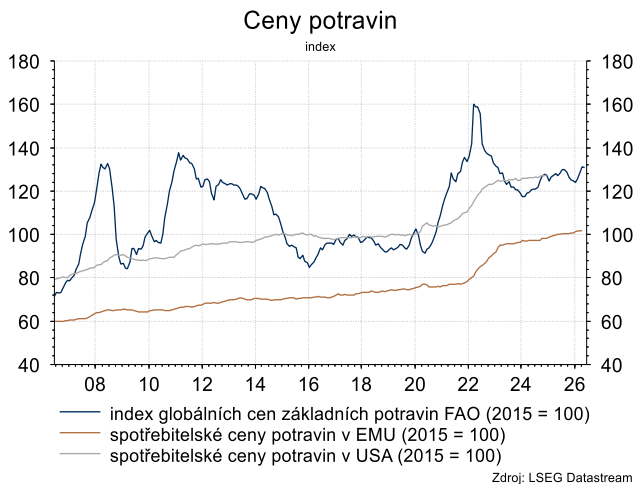
Vypuknutí války na Středním východě vytvořilo klasický nabídkový šok – výpadek dodávek ropy kvůli uzavření Hormuzského průlivu je historicky největší a vyvolal také historicky nejsilnější reakci na úrovni Mezinárodní organizace pro energii (IEA) v podobě masivního uvolnění strategických ropných rezerv. Využití pojistky v podobně strategických rezerv bylo včasné a pomohlo zabránit ještě daleko dramatičtějšímu růstu cen ropy, než kterého jsme byli

svědky. Dopad růstu cen energií na celkovou inflaci je i tak podstatný. Hormuzský průliv je sice aktuálně průjezdný, ale na plnou normalizaci situace si vzhledem k trvajícím rizikům nějakou dobu počkáme. Stále není jasné, jak dlouho bude větší nebo menší narušení plynulé dopravy Hormuzem pokračovat. Situace je velmi proměnlivá a dynamická a opětovná eskalace konfliktu je stejně dobře možná jako trvalejší stabilizace na úrovni „ozbrojeného příměří“. I když aktuálně došlo k určité stabilizaci, je pouze křehká – příměří je neustále narušováno, a navíc situaci komplikují boje v Libanonu. Producenti ropy v regionu na rizika pro dopravu přes Hormuzský průliv reagují a ke stávajícím ropovodům směřujícím z oblasti Perského zálivu k Rudému a Středozemnímu moři přidávají další, což bude postupně závislost na Hormuzu snižovat, ale jednak výstavba těchto obchvatů trvá nějakou dobu a jednak je nepravděpodobné, že budou schopny plně nahradit námořní dopravu z Perského zálivu. Konflikt by tak měl vést ke střednědobě (v řádu měsíců) vyšším cenám ropy v porovnání se situací před jeho vypuknutím, jinak řečeno naděje na pokles cen ropy pod úroveň před konfliktem (mezi 40–50 USD/brl v optimálním případě) kvůli dostatečné produkci je mrtvá a je nutné počítat spíše s kolísáním cen na citelně vyšší úrovni mezi 70 až 90 USD/brl. Navíc budou dlouhodobě hrozit periodické eskalace konfliktu, a tedy výkyvy ceny ropy nad uvedené pásmo. Situaci ještě zhoršuje trvalý konflikt mezi Ruskem a Ukrajinou a s ním související snaha sankcemi vytlačit ruskou ropy z mezinárodních trhů, což má negativní vliv na nabídku ropy na světových trzích. Pro inflaci to znamená, že akutní vliv ropného šoku sice pomine, ale v horizontu měsíců patrně nedojde k plné normalizaci a návratu na stav před jeho vypuknutím, a jeho sekundární dopady tedy mohou být dlouhodobější, než kdyby ropný šok bezprostředně plně odezněl.



Inflace a ceny potravin

Vedle cen energií představují globální inflační riziko ceny potravin. Částečně jde podobně jako u energií o vliv krize na Středním východě. Ceny v zemědělství a



potravinářském průmyslu jsou citlivé na ceny energií. Kombinace války na Ukrajině a války v Perském zálivu má navíc negativní vliv na dostupnost a ceny hnojiv. To se projeví jednak vyššími náklady, které se promítnou do cen, a jednak nižší produkcí potravinářských surovin, což způsobí další nabídkový šok a další inflační tlaky. Jak dopad růstu cen energií, tak především dopad růstu cen potravinářských surovin a potravin jsou rozloženy v čase, což je způsobeno jen postupným promítáním nabídkových šoků přes cenový řetězec od primárních producentů, přes zpracovatele po maloobchodní ceny. Působí zde řada faktorů jako jsou existující zásoby a hedging. Tento efekt je výraznější u maloobchodních cen potravin než u energií, proto na jedné straně je a bude příspěvek potravin do celkové inflace narůstat ve srovnání s energiemi pozvolněji, ale zato bude působit déle. Krize v Perském zálivu však není jediným problémem, který ovlivňuje zemědělství. Dalším je počasí, konkrétně počínající nástup klimatického jevu El Niño, který má být letos mimořádně silný a může podstatně ovlivnit produkci potravin hlavně v Jihovýchodní Asii a Austrálii. Dopady obou negativ se budou počítat a následný dopad na inflaci bude o to větší a delší.

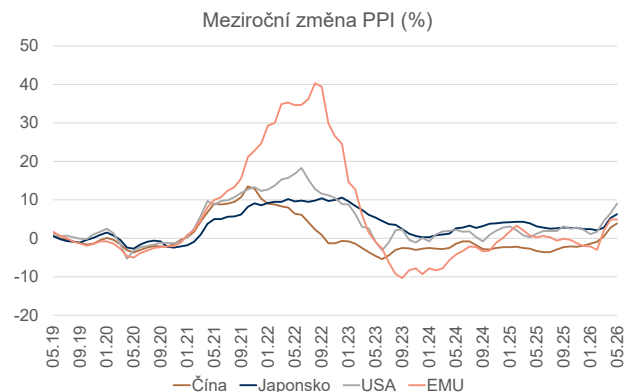
Globální vývoj inflace

Graf porovnává současnou situaci s inflačním šokem, který v roce 2022 klíčovými světovými ekonomikami způsobila kombinace faktorů souvisejících s pandemií a vypuknutím rusko-ukrajinské války. Na první pohled jsou vidět dvě věci: výrazně rozdílný rozsah reakce západních ekonomik (EMU a USA) ve srovnání s asijskými (Čína a Japonsko) jak na předchozí, tak na aktuální šok, a zatím dramaticky menší globální zvýšení inflace u aktuálního šoku. Rozdílné reakce do značné míry souvisí se stavem ekonomik: Japonsko se před postpandemickým inflačním šokem nacházelo ve

stavu dlouhodobě (už od devadesátých let) nízké inflace až deflace, což se marně snažila změnit jak japonská centrální banka (BoJ), tak vláda. Inflační šok nakonec Japonsko z deflační pasti dostal a umožnil BoJ zvednout sazby, ale tendence ke slabé poptávce přetrvávala, takže i reakce na současný nabídkový šok je zatím slabá. Ještě zřetelnější je tento mechanismus u Číny, kde kolaps sektoru rezidenčních nemovitostí vedl k dosud přetrvávající slabosti poptávkové strany, a tedy deflačním tendencím.

Vliv války v Perském zálivu ilustruje ještě lépe než změna spotřebitelských cen (CPI) změna cen v průmyslu (PPI). Zde obzvláště vyniká rozdíl mezi Evropou zasaženou energetickou krizí způsobenou válkou mezi Ruskem a Ukrajinou a zbytkem světa. Globálně rostly ceny energií (a tedy i PPI) už před začátkem války kvůli narušení produkce a logistiky protipandemickými opatřeními. V Evropě však výrazný růst pokračoval, i když ve zbytku světa docházelo k poklesu.

Celkově je pravděpodobné, že aktuálně probíhající šok bude podstatně menší a kratší než předchozí. Důvodů je několik. Nejdůležitějším je oproti předchozímu šoku značně omezený rozsah toho současného. U předchozího se zkombovalo několik silných proinflačních impulsů, které navíc trvaly poměrně dlouho – poptávkový šok vzniklý kombinací odložené spotřeby a rozpočtových stimulů, zároveň široké problémy na nabídkové straně způsobené kombinací dopadů protipandemických omezení, která přímo a podstatně omezila produkci a následně narušila fungování dodavatelsko-odběratelských řetězců, což problémy nabídkové strany výrazně prodloužilo. A v Evropě, která byla těmito problémy zasažena poněkud méně než USA, se navíc přidal energetický šok. Z toho všeho aktuálně působí hlavně růst cen energií (ropa a plyn), který je však zmírňován kombinací uvolnění strategických rezerv a růstu podílu alternativ k fosilním palivům na produkci energie. Vedle toho jsou postiženy ještě chemický průmysl a zemědělství. Vzhledem k relativně krátkému trvání šoku, jeho relativně omezenému rozsahu a růstu hlavních ekonomik poblíž potenciálu není pravděpodobné, že se projeví silné sekundární efekty. Jak

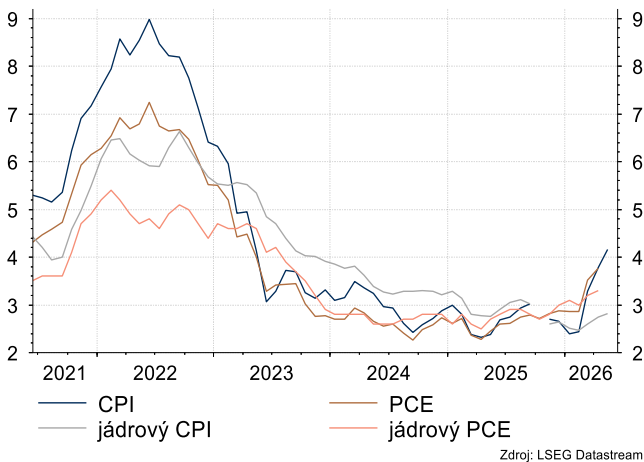


hlavní světové ekonomiky, tak ČR však mají ještě vlastní specifické zdroje inflačních tlaků, které probereme dále.

USA

Inflace ve Spojených státech se po postpandemickém inflačním šoku nikdy nevrátila na cíl Fedu (2 %), a to ani jádrová, ani celková. To, že se inflace stále nevrátila k cíli, způsobilo několik faktorů. I po skončení postpandemického inflačního šoku dlouho doznívaly jeho důsledky, především na trhu práce. To se projevilo rychlejším růstem mezd ve službách a následně nákladovou inflací. Jen pomalu také odezníval silný růst nájmu způsobený podstatným zrychlením růstu cen nemovitostí v období pandemie a těsně po ní. Konečně na jádrovou inflaci působily některé specifické položky také ovlivněné pandemickým obdobím, jako byly ojetiny a pojištění aut. V situaci, kdy sice velmi pomalu, ale jistě vliv těchto efektů slábl, přišla loni administrativa Donalda Trumpa s masivním zvýšením cel, což se následně promítlo do rychlejšího růstu cen u některých kategorií zboží. A když už začal slábnout efekt zvýšení cel, přišel útok na Írán, růst cen ropy, následně benzínu a inflace. Růst ekonomiky a domácí poptávka

PCE a CPI srovnání



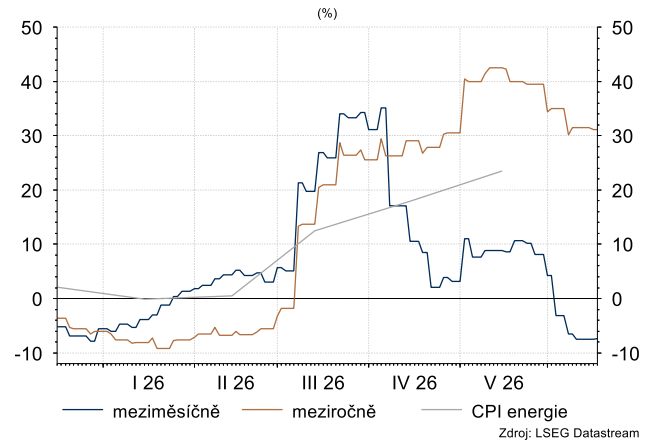
přítom zůstávají silné, což také brzdí desinflaci. Specifickou roli v tom hraje boom v oblasti výstavby AI infrastruktury. Ten vede nejen k podstatnému růstu cen polovodičových komponent, ale také ke zvyšování ceny elektrické energie, stavebních materiálů a obecně stavebních prací.

Inflační šok způsobený růstem cen benzínu sice odezní relativně rychle (za předpokladu, že Hormuzský průliv vydrží otevřený), ale některé další zdroje inflačních tlaků související s rychlým růstem omezeného segmentu americké ekonomiky a na něj navazující nerovnováhou mezi poptávkou a nabídkou budou přetrvávat a budou inflaci zvyšovat. Přesto jsme z hlediska vývoje inflace v USA mírnými optimisty a předpokládáme, že převáží protiinflační faktory a inflace se postupně vrátí k pomalému poklesu. Hlavním důvodem je vývoj na trhu práce,

především zpomalování růstu mezd, které by mělo pokračovat i nadále.

K poklesu inflace by měl přispět také zpomalující růst nájmu – ceny nemovitostí rostou jen mírně a nově

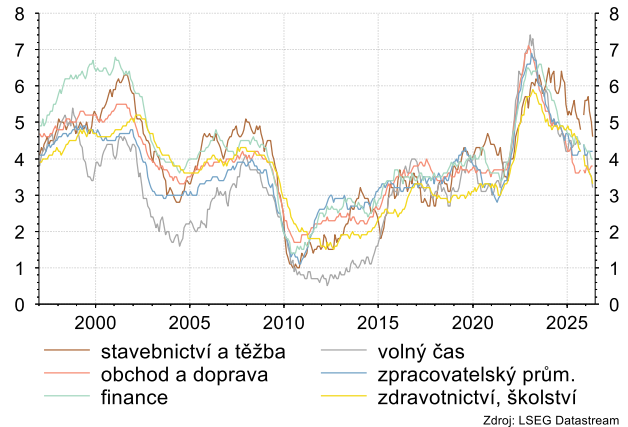
Změna cen benzínu



uzavírané nájmy také naznačují zpomalení. Dalším faktorem podporujícím pomalejší růst cen bude odeznění šoku ze zvýšení cel a návrat cen zboží k mírnému poklesu.

EMU

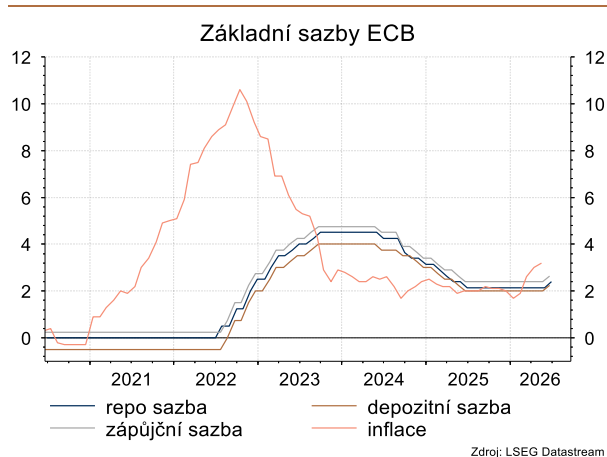
Index mezd Atlantského Fedu



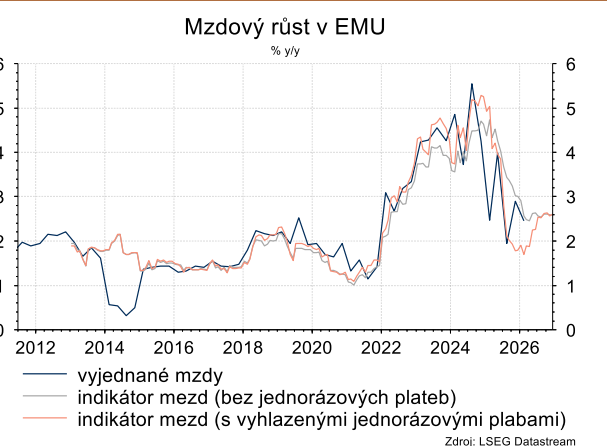
Inflace v EMU se vyvíjela lépe než v USA a klesla k cíli ECB díky tomu, že řada specifických faktorů ovlivňujících USA v Evropě prostě neexistovala. Přesto byl pokles inflace relativně pomalý, což souviselo především s rychlým růstem mezd, který byl zpžděným důsledkem postpandemického inflačního šoku (dohánění reálného znehodnocení mezd inflací), silného trhu práce a sektorových nerovnováh souvisejících s dopady pandemických uzavírek na služby.

Podle ECB se nyní inflační rizika v eurozóně koncentrují do důsledků inflačního šoku způsobeného růstem cen energií (ropa a plyn). ECB předpokládá, že by ceny ropy měly klesnout poměrně rychle (což se už



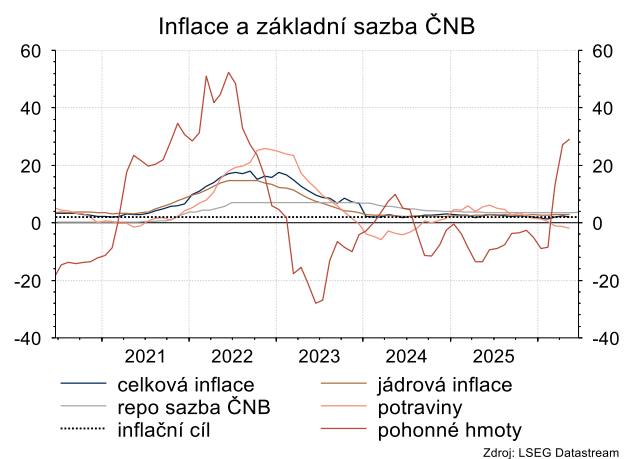


v podstatě stalo), ale že riziko zůstane vysoké (což je pravda). Vedle aktuálního inflačního šoku má ECB dlouhodobě problém s rychlejším růstem cen ve službách, než je žádoucí, a tím pádem poněkud vyšší jádrovou inflaci. Revidovala proto svůj výhled inflace směrem nahoru kvůli očekávaným sekundárním efektům vysokých cen energií na ceny potravin, zboží a služeb. Klíčové bude, zda a nakolik se sekundární efekty promítnou do rychlejšího růstu mezd, což by vedlo k riziku nákladového inflačního impulsu a vzniku mzdové inflační spirály. Současný mzdový vývoj je relativně příznivý, i když tempo růstu mezd zůstává nad úrovní před postpandemickým inflačním šokem. Bezprostřední riziko vzniku mzdové inflační spirály je tedy momentálně nízké, ECB se tedy nyní soustředí především na faktory, které by je mohly zvýšit. Riziko představovaly zejména náznaky z průzkumů mezi nákupními manažery ukazující na možné zrychlení tempa růstu koncových prodejních cen, ale poslední zveřejněné údaje ukazují na slábnutí inflačních tlaků v souvislosti s poklesem cen ropy. Podle prezidentky ECB Lagarde zůstávají střednědobá a dlouhodobá inflační očekávání ukotvená, což zmenšuje potřebu dále utahovat měnovou politiku. Jestřábi (Isabel Schnabel) v bankovní radě ECB však poukazuje na dlouhodobě zvýšenou inflaci ve službách a potřebu stlačit ji dolů jako důvod pro další utahování měnové politiky. Na ECB



se zjevně projevují důsledky její chyby z let 2021/22, kdy se zvyšováním sazeb příliš dlouho váhala: když v roce 2022 poprvé zvedla sazby, byla inflace nad osmi procenty, sazby ECB na nule a od začátku akcelerace inflace uplynulo zhruba jeden a půl roku. Nyní ECB reaguje prakticky okamžitě při jen mírně zvýšené inflaci, pravděpodobně jen poměrně krátkém šoku, který už možná odeznívá, a neexistenci řady faktorů, které situaci v roce 2022 komplikovaly.

ČR



Stejně jako ve zbytku světa je i u nás dominantním faktorem ovlivňujícím inflaci vývoj cen energie. Z hlediska celkové inflace je momentálně důležitý také vývoj cen potravin. Ceny potravin aktuálně klesají a díky své velké váze ve spotřebitelském koši částečně kompenzují růst cen energií. Tento efekt by však měl být jen přechodný. Jak jsme už uvedli, u potravin existuje vysoké riziko, že od energií přeberou štafetu a budou udržovat zvýšenou celkovou inflaci. Ilustrativní je v tomto směru vývoj u předchozího inflačního šoku. V době, kdy v prvním pololetí roku 2021 začal růstový trend cen energií, ceny potravin mírně klesaly. K růstu u nich došlo až mnohem později, hodně k němu přispělo vypuknutí konfliktu na Ukrajině a vrcholil se značným zpožděním za maximem růstu cen energií. Podobný vývoj lze čekat i nyní, přičemž efekt začátku války na Ukrajině by tentokrát měl přebrat klimatický jev El Niño, u kterého se počítá s tím, že negativně ovlivní globální produkci potravin.

Z hlediska jádrové inflace jsou dlouhodobě problémové služby, u nichž se růst cen nedaří zpomalit a které jsou hlavní příčinou zvýšené jádrové inflace. Negativně působí na inflaci také náklady na bydlení, které jsou ovlivňovány rychlým růstem cen nemovitostí, ale také náklady na energie a cenami stavebních prací. Z hlediska služeb je podstatné tempo růstu mezd, které se drží na relativně vysoké úrovni. Důležitou roli přitom hraje dohánění ztráty reálné kupní síly mezd z období vysoké inflace. Vedle růstu mezd a v souvislosti s ním je poměrně silná i osobní



spotřeba, což částečně také souvisí s doháněním odložené spotřeby z doby inflační vlny. Nový inflační šok tak přišel v době, kdy ještě plně neodezzněly důsledky předchozího. Celková inflace se přesto zatím drží poblíž inflačního cíle ČNB, důležitou roli v tom však hraje efekt odpuštění poplatků za obnovitelné zdroje, který jednorázově a přechodně posunul celkovou inflaci výrazně níže.

Závěr

Vývoj inflace komplikuje pokračující série šoků. Poté, co se do značné míry podařilo centrálním bankám zvládnout šok způsobený dopady pandemie a války na Ukrajině, přišel loni další šok v podobě drastické celní politiky americké administrativy. Ten sice negativně dopadl primárně na Spojené státy, ale nejistoty a druhotné dopady na mezinárodní obchod měly negativní dopad i na zbytek světa. Donald Trump své aktivity neušetřil světovou ekonomiku ani letos. Válka Izraele a USA proti Íránu vedla k historicky největšímu narušení dopravy ropy a ke skokovému růstu její ceny. I když se díky uvolnění strategických rezerv podařilo utlumit nejhorší dopady výpadku dodávek z oblasti Perského zálivu, je dopad šoku na inflaci globálně podstatný. Aktuálně je sice naděje, že by mohlo dojít ke stabilizaci situace, a ceny ropy už výrazně klesly, ale riziko opětovného zhoršení je reálné. Klíčovou otázkou je, jaké budou střednědobé a dlouhodobé dopady tohoto šoku. Zatím jde o klasický jednorázový šok na nabídkové straně, jehož efekt by měl být přechodný. Všichni ovšem máme na paměti jak Fed a ECB v roce 2021 a 2022 spoléhaly na to, že růst cen po pandemii je přechodný, a reagovaly kvůli tomu na zvedající se inflaci velmi pozdě. Není proto divu, že se tentokrát nechtějí nechat zaskočit a reagují rychle, možná až příliš. Situace je totiž proti roku 2022 v mnoha směrech odlišná. Tehdy se potkaly problémy na nabídkové straně se silnou vlnou zvýšené poptávky související s kombinací stimulačních opatření z doby pandemie a uspokojování odložené spotřeby. Centrální banky navíc začínaly zvedat sazby z extrémně nízkých úrovní. Celková inflace se nyní sice zvedla, ale její nárůst je zatím v porovnání s předchozí vlnou jen mírný, takže sekundární dopady by také měly být relativně mírné. Opatrnost centrálním bankám nelze vyčítat, pokud to s ní nebudou přehánět. Fed zatím jen zbystřil pozornost a pokud se situace skutečně uklidní a nedojde k další silné kumulaci poptávkových tlaků spojených s boomem AI infrastruktury, zůstanou sazby patrně beze změny (náš hlavní scénář). Riziko se však od snížení sazeb pro nejbližší měsíce přesunulo k riziku jejich zvýšení. ECB už sazby zvýšila, ale naznačuje, že pokud se situace nebude komplikovat, je prostor pro růst sazeb omezený. Podobně ČNB, která ECB následovala, patrně nebude zvyšovat sazby nijak dramaticky. Na finančních trzích sice momentálně převládá očekávání dalšího růstu sazeb, ale podle našeho názoru je tato alternativa jen rizikovým scénářem. Pokud se inflační výhled nebude

komplikovat dalšími problémy, měla by inflační vlna spojená s válkou proti Íránu pominout poměrně rychle a bez velkých a dlouhodobých následků. To by znamenalo, že v horizontu 6–12 měsíců by mohly centrální banky opět začít uvažovat o uvolnění měnové politiky.



Data z 2. čtvrtletí ukazují na pokračující růst ekonomiky. Daří se zejména stavebnictví, ale zrychlila i průmyslová výroba. Spotřebu domácností i nadále podporuje silný trh práce i růst mezd. Pokračující domácí inflační tlaky především ve službách ale trápí ČNB, která poprvé po roce stabilních sazeb zvýšila repo sazbu o 25 bazických bodů.

Ekonomická aktivita

Po slabším než očekávaném ekonomickém růstu v 1. čtvrtletí bylo vyznění prvních dat z reálné ekonomiky relativně optimistické. Průmyslová výroba zrychlila, když meziročně vzrostla o 1,5 %, přičemž růst byl relativně rovnoměrně rozložen napříč odvětvími. Průmyslovým odvětvím, které zaostávalo, byla těžba. Výborné výsledky opět vykazalo stavebnictví, které si v dubnu připsalo meziroční růst o 7,7 %. Na tomto vývoji se podílelo zejména pozemní stavitelství, které vzrostlo meziročně o 12,1 %, a to zejména díky bytové výstavbě, která doslova explodovala, když bylo zahájeno o 89,7 % bytů více než ve stejném období předchozího roku. Tento boom by měl rozšířit nabídku bytů v horizontu 1–3 let, letošní nabídka bytů tak bude i nadále nedostatečná a ceny nemovitostí nadále porostou. To je vidět i ze statistik dokončených bytů, kterých bylo meziročně o 10,7 % méně.

Mírným zklamáním byly naopak maloobchodní tržby, které meziměsíčně poklesly o 0,9 %, a meziročně tak byly vyšší jen o 2,2 %. Měsíční data jsou ale volatilní a pohled na rostoucí mzdy a nízkou nezaměstnanost slibuje, že spotřeba domácností zůstane silná. Také důvěra spotřebitelů v červnu vzrostla díky zmírňujícímu se geopolitickému napětí, což signalizuje pokračující silnou spotřebitelskou poptávku.

Inflace a centrální banka

Inflace v květnu poklesla z dubnových 2,5 % na 2,1 %. Stejně jako v dubnu byl meziroční růst cen tlumen cenami

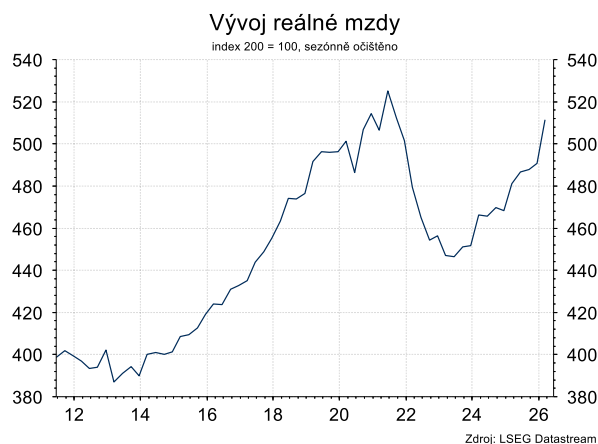
potravin, které ještě prohloubily svůj pokles. Na meziroční růst naopak nevíce působily ceny pohonných hmot spolu s bydlením. Také ceny služeb rostly stejně jako v dubnu svižným tempem 4,7 % y/y a již třetí měsíc v řadě zůstala zvýšená (2,9 % y/y) i jádrová inflace. Inflační obrázek tak květnová data nemění – cenové tlaky vycházejí hlavně z cen pohonných hmot a domácích cen služeb. S cenami služeb souvisí i překvapivě rychlý růst mezd, který v 1. čtvrtletí dosáhl 8,1 % y/y, a překonal tak výrazně očekávání. Tento vývoj byl ale způsoben revizemi počtu zaměstnanců dvou předchozích let, čímž byla znatelně snížena srovnávací základna, avšak při interpretaci vyššího růstu mezd je potřeba tyto revize brát v úvahu. Bez revizí by nominální růst mezd dosáhl 7,2 %, tedy jen o 0,2 pb více, než očekávala prognóza ČNB.

Inflační obrázek se podle našeho názoru od května, kdy naposledy zasedala bankovní rada ČNB, nezměnil, ale centrální bankéři byli jiného názoru a poprvé po roce stability sazeb rozhodli o zvýšení repo sazby o 25 bb na 3,75 %. Guvernér Michl na tiskové konferenci po zasedání argumentoval hlavně domácími inflačními tlaky, zejména inflací ve službách. Ta poklesla po inflační vlně v roce 2022 a 2023, ale poslední dva roky se drží v průměru na 4,8 % y/y bez tendence k dalšímu poklesu. Proč ale centrální bankéři nezvýšili sazby na minulém zasedání, kdy měli k dispozici čerstvou prognózu, která je ke zvyšování sazeb vybízela, a ceny ropy se pohybovaly okolo 100 USD/brl, zůstává nezodpovězenou otázkou. Podle našeho názoru mělo červnové zvýšení sazeb signalizovat, že ČNB je odhodlaná s inflací tvrdě bojovat a ukotvit inflační očekávání. Předpokládáme tedy, že pokud se situace v Hormuzu opravdu uklidní, bude červnové zvýšení sazeb na dlouho poslední a do konce letošního roku již sazby zůstanou nezměněné.

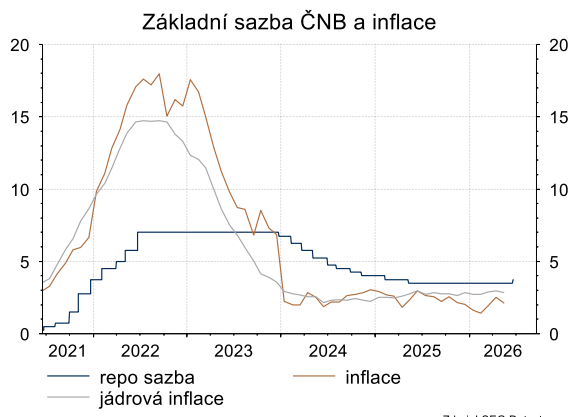
Rizika

I když se na trzích šíří optimismus ohledně dohody mezi USA a Íránem a ceny ropy padají, situace je velice křehká a lehce může přijít další cenový šok.

Mzdy dosáhly předcovidových hodnot.



Kvůli vysoké jádrové inflaci a rostoucím cenám služeb zvýšila ČNB po roce stability sazby o 25 bb.



Volba mezi ekonomickým růstem a inflací padla při rozhodování ECB nepřekvapivě na inflaci a ECB poprvé po roce stability zvýšila základní depozitní sazbu na 2,25 %. I přes rýsující se dohodu mezi USA a Íránem je vysoce pravděpodobné ještě jedno zvýšení sazeb.

Ekonomická aktivita

Revidovaná data o HDP ukázala, že eurozóna nerostla v 1. čtvrtletí letošního roku o 0,8 % y/y, ale pouze o 0,3 %. Tato revize byla ale způsobená volatilními irskými daty. HDP Irska pokleslo v 1. čtvrtletí o 12,1 % y/y kvůli několika souběžným faktorům – vysoké srovnávací základně ve farmaceutickém průmyslu, který se v loňském roce předzásobil kvůli americkým clům, poklesu aktivity nadnárodních firem sídlících v Irsku a v neposlední řadě absenci jednorázových účetních operací. Bez volatilních irských dat HDP eurozóny vzrostlo meziročně o 1 %. Pokračuje tak slabý růst z minulého roku, přičemž očekávané oživení nepřichází. Ani první data z 2. čtvrtletí neukazují na oživení, ale ani na recesi způsobenou geopolitickými problémy a s tím spojenými nejen vysokými cenami ropy a zemního plynu, ale i značnou mírou nejistoty, která pro ekonomický růst nebývá příznivá.

První čísla z reálné ekonomiky z 2. čtvrtletí, ukazují pokračování ve slabém růstu. Spotřeba domácností zůstává relativně slabá. Maloobchodní tržby se v dubnu meziměsíčně snížily o 0,4 %, čímž smazaly zisky z minulého měsíce. Na poklesu se podílely hlavně nepotravinářské výrobky a pohonné hmoty (tržby jsou očištěny o změny cen). Průmyslová výroba i nadále přešlapuje na místě. V dubnu meziměsíčně vzrostla o 0,1 %, což znamenalo meziroční růst o 0,4 %.

Co se týká předstihových indikátorů, ty se v červnu mírně vylepšily a zdá se, že eurozóna by se měla vyhnout

recesi. PMI nyní signalizuje stagnaci ekonomiky ve 2. čtvrtletí letošního roku.

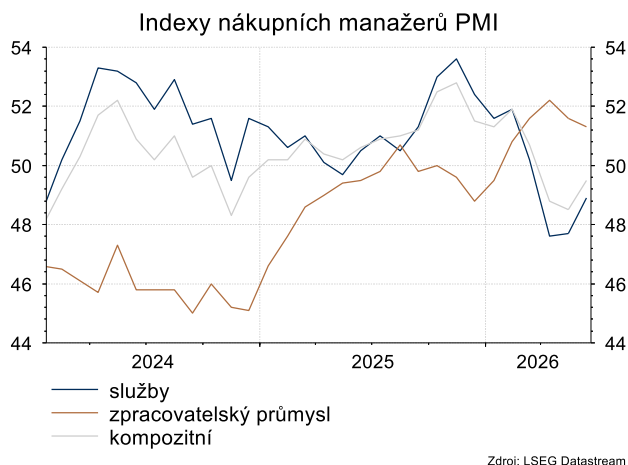
Inflace a centrální banka

Po roce stabilních sazeb ECB na červnovém zasedání zvýšila sazby o 25 bb. Tento krok byl dopředu avizovaný a základní depozitní sazba se tak dostala na 2,25 %. ECB tak reagovala na zvyšující se inflační tlaky. Květnová inflace v eurozóně se zvýšila až na 3,2 % a dostala se tak poprvé od roku 2023 nad 3 %. Zvýšená dynamika zůstává i u jádrové inflace, zejména pak u služeb, jejichž ceny v květnu meziměsíčně po sezónním očištění vzrostly o 0,5 %. Rada guvernérů měla pro své červnové rozhodování k dispozici i novou prognózu, která aktuální zvýšenou inflaci nevidí jako jednorázový nabídkový šok, ale počítá nově i se silnějšími sekundárními efekty. Nová prognóza předpokládá průměrnou inflaci v letošním roce na 3 % a 2,3 % v roce 2027. Jádrová inflace by měla zůstat nad 2 % i v roce 2028. Vzhledem k prognóze je velice pravděpodobné, že červnové zvýšení sazeb nebylo poslední, a to i přesto, že se zdá, že Hormuzský průliv by mohl být alespoň na čas otevřen. Náš základní scénář stále počítá s dalším zvýšením sazeb v září a poté stabilitou sazeb. Proti razantnějšímu zvyšování sazeb stojí hlavně slabá reálná ekonomika. Nová prognóza ECB snížila prognózu růstu o 0,1 pb pro celé prognózované období. V letošním roce by tak ekonomika měla meziročně růst o 0,8 % a v následujících letech o 1,2, resp. 1,5 %. Rizika naší předpovědi jsou vyrovnaná. Vyšší sazby mohou nastat v případě, že by ECB dávala větší důraz na vysokou inflaci a slabou reálnou ekonomiku upozadila.

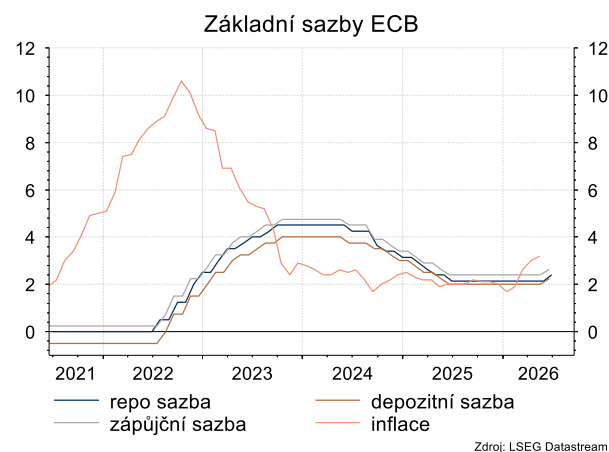
Rizika

I když se dohoda mezi USA a Íránem zdá být blíž než kdykoliv před tím, může dojít k opětovné eskalaci konfliktu, a s ní i k opětovnému růstu cen ropy. Stagflační rizika tak i nadále trvají.

PMI se mírně zlepšily a signalizují stagnaci ekonomiky



ECB po roce stabilních sazeb jednomyslně odhlasovala zvýšení o 25 bb.



Spojené státy americké

Výkonnost ekonomiky zůstává solidní. Značnou roli v tom nadále hraje boom v oblasti infrastruktury pro AI, podporu poskytuje i těžební průmysl. Pokračoval silný růst počtu zaměstnanců, který pomáhá udržet míru nezaměstnanosti lehce nad plnou zaměstnaností. Kombinace dobrého stavu trhu práce a efektu bohatství generovaného pokračujícím růstem cen akcií pomáhá udržet dostatečnou úroveň osobní spotřeby. Celková inflace je výrazně ovlivněna důsledky války s Íránem. Situace však směřuje k uklidnění, což se projevilo podstatným poklesem cen ropy a následně i benzínu. Pokles celkové inflace bude následovat. Problémem je stále výrazně zvýšená jádrová inflace. Kvůli ní se část členů FOMC přiklání ke zvýšení sazeb.

Ekonomická aktivita

Druhý měsíc po sobě trval podstatně silnější přírůstek počtu zaměstnanců oproti očekáváním. Problém je, že se i nadále koncentruje hlavně do zdravotnictví a vzdělávání. Počet zaměstnanců ve výrobních odvětvích má tendenci spíše stagnovat. AI se zatím na trhu práce neprojevuje negativně, to se ale může brzy změnit a ohroženy jsou především administrativní pozice. Takže aktuální příznivá situace spíše nevydrží, než vydrží. Zatím solidní stav trhu práce podporuje osobní spotřebu a ta pomáhá udržovat americkou ekonomiku v růstu poblíž jejího potenciálu. Důležitou roli v síle osobní spotřeby hraje také efekt bohatství související s růstem cen akcií. Oba tyto faktory jsou však silně cyklické. Při aktuální nízké míře úspor může například silnější korekce u akciových titulů v sektoru AI rychle ochladit osobní spotřebu a vyvolat široké zpomalení ekonomiky. Pokles důvěry v odvětví AI, které je

momentálně hlavní hnací silou americké ekonomiky, by podlomil i investice. Takové zpomalení může přijít v podstatě kdykoliv, rychle a nečekaně.

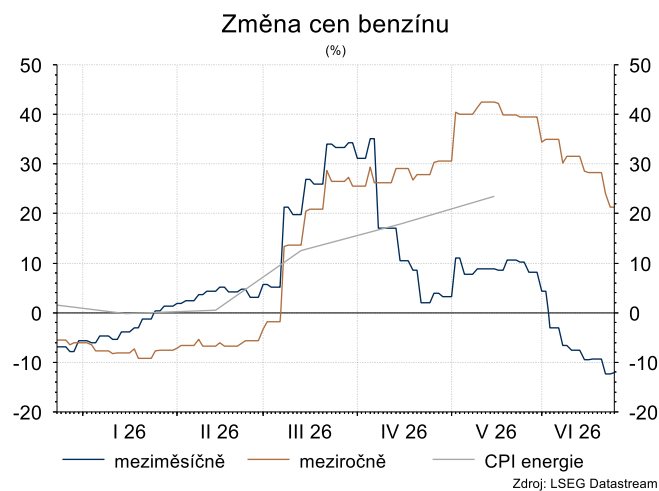
Inflace a centrální banka

Spotřebitelské ceny se vyvíjely v souladu s očekáváním, zatímco ceny producentů rostly rychleji, než se čekalo. Struktura spotřebitelské inflace je relativně dobrá, kromě dopadů skokového růstu cen ropy nijak podstatně nezrychluje. Úroveň jádrové inflace však zůstává příliš vysoká, a to především u Fedem preferovaného ukazatele jádrového PCE inflačního indexu. To, že se tento index drží v okolí 3 % a stále se nevrací k cíli Fedu (2 %), bránilo dalšímu snižování sazeb. Nyní, v situaci inflačního šoku, přešla polovina FOMC k názoru, že je sazby naopak potřeba zvýšit. My věříme, že pokles ceny ropy a následně benzínu pomůže utlumit tendence k vyšší inflaci a že některé dlouhodobě působící faktory (zpomalující nájmy a mzdy) ji naopak pomohou snížit, takže je pro nás hlavním scénářem stabilita sazeb a jejich výšení je jen rizikem, pokud by se opět destabilizovala situace na Středním východě a vysoké ceny ropy se přelily do sekundárních efektů. Trh aktuálně očekává jedno až dvě zvýšení sazeb, což je podle nás přehnané.

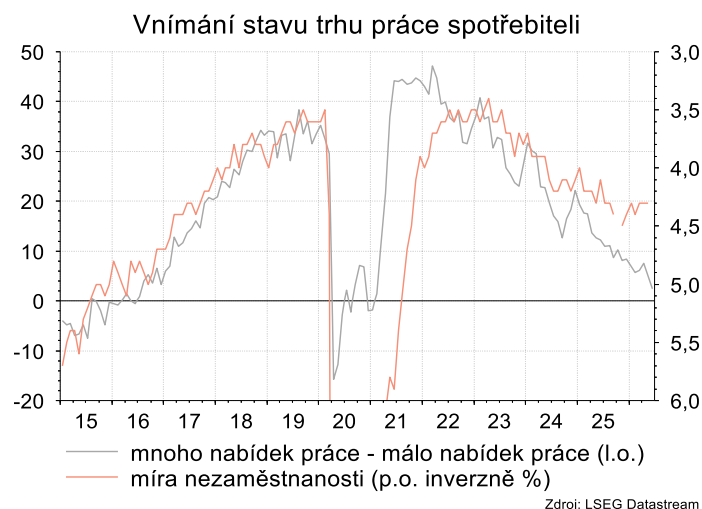
Rizika

Příměří mezi USA a Íránem je a bude křehké, což s sebou nese riziko výkyvů cen ropy směrem nahoru a negativních dopadů na riziková aktiva. Dalším zdrojem rizika je kombinace boomu AI infrastruktury a napjaté situace v oblasti soukromého úvěru. Jakýkoliv problém v oblasti AI nebo i jen podstatnější negativní výkyv investorského sentimentu může při vysokých tržních valuacích lehkou destabilizovat trh. To může výrazně zhoršit výkonost ekonomiky a přinutit Fed k v současnosti zcela neočekávanému uvolnění měnové politiky.

Klesající ceny benzínu povedou k poklesu celkové inflace.



Spotřebitelé vnímají stav trhu práce výrazně negativněji, než ho ukazují oficiální čísla.



EUR/USD

Kombinace dalšího zklidňování situace na Středním východě a vlivu prvního zasedání FOMC pod vedením nového šéfa Fedu vedla k podstatnému posílení dolaru. Warsh ukázal, že bude nezávislý a jeho prioritou bude cenová stabilita. Pominuly tak obavy, že by mohl prosazovat uvolnění měnové politiky podle přání prezidenta Trumpa. Zasedání navíc ukázalo, že se polovina FOMC kloní ke zvýšení sazeb v letošním roce, což vedlo k přecenění tržních očekávání směrem k růstu sazeb. Posunul se také celkový tržní sentiment – popularita názorů o postupné ztrátě postavení dolaru ve světové ekonomice zřetelně poklesla. Právě na tržním sentimentu a jeho vlivu na investiční toky bude nyní nejvíce záležet další vývoj. Náš názor je, že situace a investorský sentiment jsou stále nestabilní a je nutné počítat s volatilitou a výkyvy. To implikuje, že současné rychlé posílení dolaru bude dočasné a dolar se ještě může vrátit na slabší úroveň. Druhá možnost je, že je obrat sentimentu trvalý a bude jen nabírat na síle, což by mohlo vést k nečekaně silnému a rychlému posílení dolaru zpět pod 1,10, což je z našeho hlediska riziková varianta. Návrat k trendu oslabování dolaru nad 1,20 momentálně nevypadá pravděpodobně, i kdyby se ukázalo, že Fed sazby zvyšovat nebude.

EUR/CZK

Koruna v červnu pozitivně reagovala na dva hlavní podněty. Z těch vnějších to byla blížící se dohoda mezi USA a Íránem a s tím i první loď, které propluly Hormuzem, což poslalo ceny ropy dolů a povzbudilo optimismus na trzích. Druhým faktorem, který koruně pomáhal, byla pro nás poněkud překvapivá změna v rétorice ČNB. Změny v očekávání nastavení sazeb směrem k jejich zvýšení již na červnovém zasedání poslaly kurz koruny k 24,1 EUR/CZK. Kdo ale čekal, že koruna se podívá pod 24 EUR/CZK, se nedomáhal. Silný dolar poslal korunu mírně do defenzivy a koruna do konce měsíce pozvolna ztrácela své zisky z první poloviny měsíce a vrátila se zpět na hodnoty okolo 24,25 EUR/CZK.

I nadále se domníváme, že koruna v nejbližších několika měsících nebude sledovat jednoznačný trend, ale bude se pohybovat i nadále okolo 24,3 EUR/CZK. Vzhledem k vývoji cen ropy se domníváme, že ČNB si se zvyšováním sazeb dá nyní pauzu, a nepomůže tak české měně k dalším ziskům.

Dluhopisy

Vývoj výnosů státních dluhopisů v červnu ovlivnily dva hlavní faktory: krize na Středním východě (a s ní související ceny ropy a vyhlídky inflace) a vyhlídky vývoje politiky Fedu, tedy data z trhu práce a zasedání FOMC. Oba faktory podpořily přechod k mírně nižším výnosům v porovnání se začátkem měsíce, ale s velkou volatilitou

v jeho průběhu. Silná data z trhu práce vedla ke skokovému růstu výnosu desetiletého dluhopisu na 4,58 %, což bylo měsíční maximum. Naopak zklidňování situace na Středním východě a následný pokles cen ropy lehce před polovinou měsíce vedly k návratu na úroveň ze začátku měsíce, tedy kolem 4,4 %. Jestřábí vyznění zasedání FOMC přechodně výnosy zvýšilo, ale další pokles cen ropy nakonec převážil a posunul výnos přechodně až pod 4,4 %. Krátký konec výnosové křivky se pohyboval opačným směrem, došlo tak k jejímu poměrně výraznému zploštění, především v reakci na zasedání FOMC. Důvodem je růst sázek na zvýšení sazeb Fedu v letošním a příštím roce. Ve futures na federální fondy jsou aktuálně započtena jedno až dvě zvýšení sazeb. Podle našeho názoru jde o málo pravděpodobný scénář. Pokles cen ropy a následný pokles inflace by měl trh uklidnit. Výnosová křivka však patrně zůstane plochá, protože by měly souběžně mírně klesnout jak výnosy na jejím krátkém, tak dlouhém konci.

Výnosy evropských dluhopisů na dlouhém konci výnosové křivky se vyvíjely velmi podobně jako v USA. Zvýšení sazeb ECB nebylo překvapivé, takže nevyvolalo silnou tržní reakci. V Evropě naopak klesla očekávání výraznějšího růstu sazeb, takže na rozdíl od USA klesl mírně i krátký konec výnosové křivky. Aktuální vývoj cen ropy bude tyto trendy podporovat, rizikem je opětovné zhoršení geopolitických problémů.

Vývoj na českém dluhopisovém trhu byl velmi podobný jako na dalších evropských trzích. Dlouhý konec klesal poněkud rychleji, pokles krátkého brzdila hodně jestřábí ČNB. V červenci by český trh měl nadále sledovat vývoj na evropských trzích. Pokles cen ropy a celkové uklidnění situace by mohlo otevřít prostor pro další pokles výnosů a snížení očekávání dalšího růstu sazeb.

Akcie

Po dvou měsících velmi silného růstu koncentrovaného do titulů souvisejících s boomem AI přišla v červnu očekávatelná korekce. Byla sice prudká, ale relativně krátká a už uklidňující se trhy dále upokojily výsledky výrobce pamětí a jednoho z nejrychleji rostoucích akciových titulů, společnosti Micron. Uklidnění však bylo přechodné, na konci měsíce došlo k obnovení rotace z růstových do hodnotových titulů, což vedlo k tlaku na pokles indexů. Chování akciových trhů ve světě obecně hodně záviselo na podílu technologických společností, proto korekce a výkyvy trpěly především USA (a zde především NASDAQ) a některé asijské trhy, naopak Evropa byla podstatně klidnější. AI a spekulace o adekvátnosti ohodnocení akcií na ní navázaných bude i nadále klíčovým tématem nejvíce ovlivňujícím chování akciových trhů. Klidnější situace na Středním východě by akciím mohla poněkud pomoci, i když tato podpora bude omezená, protože akcie tak jako tak tuto krizi víceméně ignorovaly, nemají se tedy z čeho zotavovat. V Evropě do jisté míry hrají úlohu AI sektoru akcie zbrojařů. Také zde po



předchozím výrazném růstu přichází určité vystřízlivění, ale také zde může být pouze dočasné. Ostražitější Fed a zvýšení sazeb ECB akciové trhy ovlivnily pouze omezeně, ale do budoucna to může být důležitý faktor, především pokud by bylo utažení měnové politiky výraznější. To je však pouze rizikový faktor, ne náš hlavní scénář. Tím je tendence k pokračování v růstu akciových trhů s vysokým rizikem silných reakcí na negativní zprávy.

Pražská burza akciové tituly vázané na AI prakticky neobsahuje, takže byla do značné míry ušetřena červencové volatility. Indexu PX k růstu pomohl finanční sektor, obzvláště Erste Group Bank, u níž trh pozitivně reagoval na čtvrtletní výsledky. Rostla ještě pojišťovna VIG, Moneta prakticky stagnovala a Komerční banka mírně klesla, stejně jako zbytek akciových titulů. Český trh by měl pokračovat v konsolidaci po silném loňském růstu, takže případný růst ve světě bude index PX sledovat spíše zpovzdálí.

Kredit

Leckterý dluhopisový investor si mohl v červnu připadat jako ve filmu o Forrestu Gumpovi. Ne snad proto, že by zachraňoval poručíka Dana z vietnamského pralesa nebo připravoval krevety na milion způsobů. Pocitům srovnatelným s filmovým investorem do firmy přes ovoce se nešlo ubránit při nebývalé bohaté nabídce dluhopisů, která svou pestrostí připomíná bonboniéru na klíně oscarového Toma Hankse. Posuďte sami, když k mání byl čtyř-, pěti- a desetiletý dluhopis od emitentů ze segmentu, zdravotnictví, skladových hal, finančních služeb nebo sportovního sázení. Pojdme ale popořadě, ať si tu letní dobrotu vychutnáme naplno.

Sázková kancelář Fortuna ze stáje investiční skupiny Penta umístila 2 miliardy pětiletého dluhopisu s výnosem 7 %. To jeden z největších majitelů skladových prostor, skupina Accolade, nabídla investorům sice stejný výnos 7 %, ale o rok kratší tenor a celkový objem tak dosáhl 2,5 miliardy. Třetím bonbónkem pak byl opět pětiletý dluhopis provozovatele klinik EUC s výnosem 6,65 %, který si troufнул na objem 500 až 750 milionů. U všech tří emisí byla Česká spořitelna, kterou vždycky doplnila buď Komerční banka, ČSOB anebo UniCredit Bank. Tou nejsladší pralinkou ale nakonec byla Tier 2 emise majitele Air Bank a PPF banky. Desetiletý dluhopis s call opcí po pěti letech života nabídl výnos 6,55 % a z celého zbytku bonboniéry musel připlácet nejnížší kreditní marži. Ta se v době fixace parametrů dostala dokonce o 5 bb pod 2 %.

Komodity

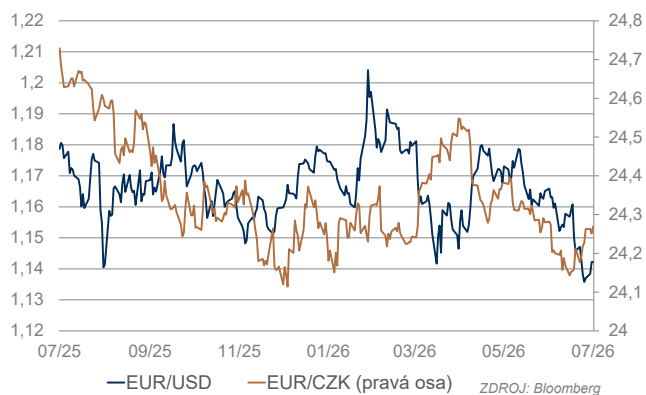
Postupné zklidnění vojenského konfliktu mezi USA a Íránem a následné otevření Hormuzského průlivu vedlo k poklesu cen ropy. V závěru měsíce se cena dostala na úroveň před začátkem krize. Průměří je křehké a komplikace jsou pravděpodobné, ale návrat k plnému

uzavření Hormuzu nevypadá momentálně pravděpodobně. Teoreticky by po nějakou dobu (mnoho měsíců) mělo poptávku zvyšovat doplňování rezerv (komerčních i strategických). Tempo a rozsah tohoto doplňování jsou však vysoce nejisté, takže je vysoce nejistý i dopad na cenu ropy. Podobně nejistý je dopad teoreticky stále zvýšené rizikové averze: tempo poklesu ceny v červnu naznačuje, že riziková averze klesá velmi rychle i přes přetrvávající vysoký stupeň nejistoty. Navíc se opět začínají objevovat informace o výhledovém přebytku nabídky nad poptávkou. Náš aktuální odhad je pohyb cen ropy mezi 70–80 USD/brl s možnými nárůsty nad tento interval, pokud by se situace na Středním východě komplikovala. Nelze však vyloučit pokles pod 70 USD/brl. Pokud by k němu došlo, ukázalo by to, že dodavatelský systém je u ropy velmi pružný a odolný.

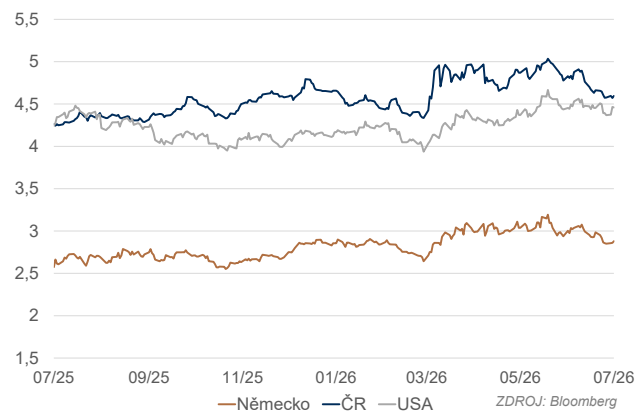
Cena zlata v červenci klesla až ke 4000 USD/oz. Důvodů pro tento vývoj bylo několik: obecně více jestřábí centrální banky, včetně zvýšení sazeb ECB a spekulací na zvýšení sazeb Fedu. Dále posílení dolaru, které má obecně tendenci oslabovat zlato. Atraktivitu zlata snižuje také zeslábnutí „debasement“ narativu, tedy obavy, že klasické měny jako dolar a euro budou ztrácet hodnotu kvůli růstu státního zadlužení. A v neposlední řadě kombinace ztráty momenta a historicky stále velmi vysoké ceny, což podporuje přesun zejména spekulativního kapitálu do „horkých“ segmentů trhu. Na druhou stranu centrální banky signalizují další nákupy a je možné, že pokles ceny zlata povede k větší agresivitě při těchto nákupech. Kde se pokles ceny zlata zastaví, je nejisté, stejně jako u růstu se může ukázat, že bude hlubší a delší, než se momentálně zdá, ale z dlouhodobého hlediska zůstane zlato atraktivní. Problémem bude vhodné načasování nákupu, ale to je problém u každého nákupu finančních aktiv.



Devizové kurzy



Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



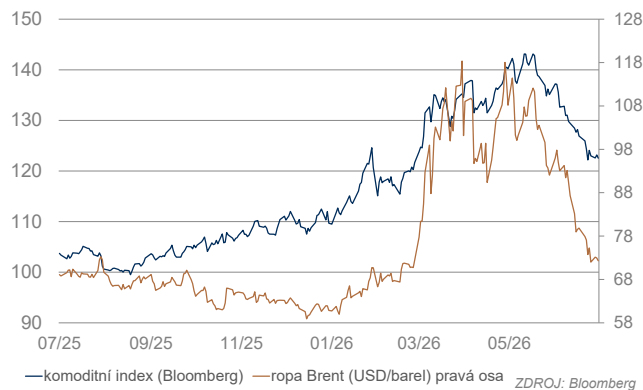
Akciové indexy (1.7. 2025 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	SOUČASNÁ HODNOTA			3 M		6 M		12 M	
	M-12	M-1		ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	4,25-4,50	3,50-3,75	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	→	3,50 - 3,75	→	3,50 - 3,75	→
ECB	2,00	2,00	2,25	2,5	↑	2,50	→	2,5	→
ČNB	3,50	3,50	3,75	3,75	→	3,75	→	3,50	→
KURZY									
EUR/USD	1,18	1,16	1,14	1,14	↓	1,13	↓	1,12	↓
EUR/CZK	24,7	24,3	24,2	24,3	↑	24,3	→	24,3	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	3,72	4,00	4,10	4,0	↓	3,9	↓	3,8	↓
US dluhopis 10y	4,23	4,44	4,36	4,3	↓	4,2	↓	4,1	↓
Něm. dluhopis 2y	1,86	2,53	2,53	2,5	→	2,5	→	2,5	→
Něm. dluhopis 10y	2,61	2,94	2,85	2,8	↓	2,7	↓	2,6	↓
České dluhopisy 2y	3,60	3,86	3,86	3,8	↓	3,8	→	3,6	↓
České dluhopisy 10y	4,27	4,75	4,58	4,6	→	4,6	→	4,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	318,0	302,5	302,4	290	↓	310	↑	335	↑
EMU iTraxx 5y	282,5	262,7	245,8	260	↑	290	↑	310	↑
AKCIE									
S&P 500	6205,0	7580,1	7440,4					7700	↑
Eurostoxx 50	5303,2	6050,5	6231,6					6200	→
DAX	23909,6	25104,7	24626,9					25000	↑
CSI 300	3936,1	4892,1	4971,0					5000	→
PX 50	2157,4	2547,4	2572,5					2600	↑

* Změna oproti předchozímu období (šipka dole u kurzu znamená změnu v prognóze směrem k silnějším hodnotám USD, resp. CZK)
ZDROJ: Bloomberg, Reuters, ČNB, PPF banka a.s.



Hlavní makroekonomické ukazatele

Česká republika

	2025				2026*				2024	2025	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	2,4	2,6	2,8	2,5	2,2	2,4	2,2	2,1	1,1	2,6	2,2	2,6
soukromá spotřeba	2,3	3,6	3,0	2,9	3,4	3,0	3,2	3,0	2,2	2,9	3,5	2,9
vládní spotřeba	1,9	2,3	2,1	2,0	1,7	2,1	1,9	1,7	3,1	2,1	2,2	1,8
investice	-1,8	0,8	1,7	3,0	7,3	2,9	3,0	3,5	-3,0	0,9	3,5	3,7
dovoz	4,9	6,5	3,7	5,1	8,2	2,5	3,6	4,4	0,2	5,0	3,5	4,9
vývoz	3,9	4,5	3,4	4,8	5,8	2,9	3,1	4,0	1,1	4,1	3,1	4,7
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,1	4,4	4,5	4,7	4,7	4,6	4,6	4,5	3,8	4,4	4,5	4,3
inflace (% y/y)	2,7	2,4	2,5	2,2	1,6	2,2	2,3	2,6	2,4	2,5	2,0	2,5
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,7	0,9	0,9	1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,0	-1,9	-2,5	-2,7
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	44,4	45,6	46,6

Evropská měnová unie

	2025				2026*				2024	2025	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,6	1,6	1,4	1,2	0,3	0,5	0,5	0,6	1,0	1,4	0,6	1,2
soukromá spotřeba	1,7	1,8	1,4	1,4	1,1	0,9	0,7	0,5	1,3	1,5	0,8	1,1
vládní spotřeba	1,9	1,5	1,5	1,5	2,3	2,2	1,8	1,5	2,2	1,5	1,9	1,3
investice	2,5	3,6	3,3	3,2	0,3	2,3	1,3	1,0	-2,5	3,3	1,4	2,0
dovoz	4,1	2,8	4,2	3,9	1,9	2,2	1,4	1,9	0,0	3,5	1,9	2,2
vývoz	2,7	0,7	2,9	2,4	-0,9	0,5	0,2	1,3	0,6	2,2	0,5	2,3
nezaměstnanost (%)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,4	6,3	6,4	6,3	6,3	6,2
inflace (% y/y)	2,3	2,0	2,1	2,1	2,0	3,2	3,2	3,2	2,4	2,1	2,9	2,2
jádrová inflace (% y/y)	2,6	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,3	2,2	2,8	2,4	2,3	2,2
běžný účet (% HDP)	2,4	2,1	1,8	1,7	1,3	1,7	1,4	1,6	1,7	1,8	2,8	2,8

Spojené státy americké

	2025				2026*				2024	2025	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	2,0	2,1	2,4	2,0	2,7	2,4	1,7	2,1	2,8	2,1	2,1	2,1
soukromá spotřeba	3,1	2,7	2,6	2,1	2,1	2,0	1,5	1,5	2,9	2,6	2,0	2,0
vládní spotřeba	2,7	1,9	1,1	-1,2	0,2	0,5	0,3	2,1	3,8	1,1	0,8	1,1
investice	5,8	0,0	-0,2	2,1	-1,2	4,0	5,0	5,4	3,0	1,9	3,5	3,9
dovoz	13,2	1,8	-1,8	-2,0	-7,0	3,0	5,1	6,1	5,8	2,7	3,2	2,6
vývoz	2,2	1,5	1,7	1,1	3,7	5,5	3,7	5,2	3,6	1,6	4,9	2,3
nezaměstnanost (%)	4,1	4,2	4,3	4,5	4,3	4,3	4,3	4,4	4,0	4,3	4,3	4,3
inflace (CPI % y/y)	2,7	2,5	2,9	2,7	2,7	3,9	3,6	3,5	3,0	2,7	3,4	2,5
jádrová inflace (PCE % y/y)	2,8	2,7	2,9	2,9	3,1	3,3	3,3	3,2	2,9	2,8	3,3	2,5
běžný účet (% HDP)	-4,5	-4,3	-4,0	-3,6	-3,0	-3,1	-3,0	-3,1	-4,1	-3,8	-3,2	-3,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,0	-6,3	-5,8	-5,4	-6,0	-6,2	-6,7	-6,7	-6,9	-5,4	-6,3	-6,4
vládní dluh (% HDP)	97,8	98,1	99,9	100,1	101,0	101,5	102,0	103,0	97,4	99,5	101,9	103,8

* Předpověď

Zdroj: Bloomberg, Reuters, Český statistický úřad, ČNB, PPF banka a.s.



Karel Tregler

DIVIZE KOMERČNÍ A INVESTIČNÍ BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 838
ktregler@ppfbanka.cz

Magdalena Středová

ODBOR INVESTIČNÍCH PRODUKTŮ A ANALÝZ
+420 224 175 950
mstredova@ppfbanka.cz

Ľuboš Mokráš

ODBOR INVESTIČNÍCH PRODUKTŮ A ANALÝZ
+420 224 175 860
lmokras@ppfbanka.cz

Barbora Skřipská

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 919
bskripska@ppfbanka.cz

Tomáš Krejčí

ODBOR SALES PRO KORPORÁTNÍ A MUNICIPALNÍ KLIENTY
+420 224 175 837
tkrejci@ppfbanka.cz

Dušan Jalový

ODBOR SALES PRO INSTITUCIONÁLNÍ KLIENTY
+420 224 175 790
djalovy@ppfbanka.cz

Jan Milota

ODBOR DEBT CAPITAL MARKETS
+420 224 175 899
jmlota@ppfbanka.cz

Miroslav Tutter

ODBOR VEŘEJNÉHO SEKTORU
+420 224 175 691
mtutter@ppfbanka.cz

UPOZORNĚNÍ

Toto sdělení není návrhem ani nabídkou na prodej či nákup investičních nástrojů či jiných produktů a nezakládá ani závazek k upsání, koupi, prodeji nebo nabídku financování. Stanoviska zde vyjádřená se mohou změnit bez předchozího oznámení a mohou se lišit od stanovisek jiných pracovníků PPF banky a.s. (dále jen „PPFB“). Zde uvedené závěry nejsou objektivní nezávislé vysvětlení situace, ale vyjadřují subjektivní názor PPFB. Není-li písemně sjednáno jinak, PPFB neposkytuje svým klientům služby investičního poradenství a toto sdělení nelze považovat za investiční poradenství, investiční doporučení nebo investiční výzkum. Banka implementovala řadu procedur k identifikaci a řízení střetu zájmů a zároveň přijala opatření zajišťující jejich aplikaci a kontrolu, přesto však nelze vyloučit ve výjimečném případě následující střety zájmů. PPFB či její spřízněná osoba může být emitentem investičních nástrojů či obchodovat na vlastní účet investiční nástroje, které jsou zmiňovány v tomto sdělení nebo mají vztah k zemi, měně, úrokovým sazbám, indexům nebo jiným zde zmiňovaným ukazatelům. PPFB poskytuje či má v úmyslu poskytovat investiční či jiné služby pro emitenty jakýchkoli investičních nástrojů. PPFB či její pracovníci (včetně těch, s nimiž autoři mohli provádět konzultace při přípravě tohoto sdělení), příp. jiní klienti PPFB mohou ve zde uváděných investičních nástrojích držet krátkou či dlouhou pozici, mohli nabýt takové pozice za ceny či za tržních podmínek, které již nemusí být

aktuálně k dispozici, a mohou mít zájmy odlišné či nepříznivé ve vztahu k vašim zájmům. Informace zde obsažené vycházejí z obecně dostupných informací, které byly získávány ze zdrojů, které PPFB považuje za spolehlivé; jejich správnost nebo úplnost však PPFB neověřovala, a tudíž není zaručena. PPFB není odpovědná uživateli tohoto sdělení či třetí osobě za kvalitu, přesnost, včasnost, trvalou dostupnost či úplnost údajů ani za jakoukoliv zvláštní, přímou, nepřímou, nahodilou či následnou ztrátu či škodu, která může vzniknout v důsledku použití informací zde obsažených, či utrpěnou jinak v souvislosti s tímto sdělením. Jakákoli obchodní či investiční rozhodnutí, která učiníte, činíte v závislosti na vaší vlastní analýze či úsudku a/nebo analýze či úsudku vašich poradců, nikoliv v závislosti na PPFB. Před uzavřením jakékoliv transakce byste proto měli zvážit, aniž byste se přitom spoléhali na PPFB, ekonomická rizika či výhody, jakož i právní, daňové a účetní charakteristiky a důsledky transakce a posoudit, zda jste schopni přijmout taková rizika. Toto sdělení nepředstavuje předpověď či odhad budoucích událostí. Výkonnost v minulosti není zárukou ani spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů/výkonnosti. Jakékoliv ceny zde uvedené (kromě těch označených jako historické/minulé) jsou pouze indikativní a nepředstavují pevné kotace, a to ani ohledně ceny, ani ohledně objemu.

